COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

PROVANA S.p.a. in liquidazione

Relazione di stima al 30 giugno 2019

Il sottoscritto Franco Martino, nato a Torino il 1° febbraio 1961, con studio sito in Torino, Via San Francesco d'Assisi n° 5, iscritto all'albo dei Dottori Commercialisti di Torino al n. 1953, avendo ricevuto formale incarico dalla società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** (sede legale in Leinì (TO), via Volpiano 47/A, codice fiscale 07610810017 e numero REA Torino 906350, capitale sociale sottoscritto e versato per Euro 604.864,00), nella persona del legale rappresentante, Liquidatore unico dott. Roberto Frascinelli, di stimare il valore dell'intero patrimonio della società stessa, riferisce quanto segue:

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Indice

Origine e finalità dela stima	pag.	1
La società oggetto di valutazione	pag.	3
Metodi di valutazione: cenni di sintesi	PAG.	5
▪ VALORE E PREZZO	pag.	5
▪ METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTABILI	pag.	7
▪ VALUTAZIONE D'AZIENDA: SCUOLE DI PENSIERO ED EVOLUZIONE IN ATTO	pag.	10
▪ METODOLOGIE REDDITUALI E METODOLOGIE FINANZIARIE	pag.	11
La scelta del metodo di valutazione	PAG.	12
Fonti di informazione	PAG.	14
Valutazione Provana Spa in liquidazione – Metodo patrimoniale puro	PAG.	15
Sintesi conclusiva	PAG.	19
Conclusioni	PAG.	20
Allegato: Valutazione della società Provana Calore Srl	PAG.	21
La società oggetto di valutazione	PAG.	22
Fonti di informazione	PAG.	23
Valutazione Provana Calore Srl – Metodo principale – DCF	PAG.	24
▪ FORMULA VALUTATIVA PRESCELTA	pag.	24
▪ FLUSSI DI CASSA ATTESI	pag.	26
▪ TASSO DI ATTUALIZZAZIONE: DETERMINAZIONE DEL WACC	pag.	29
▪ DETERMINAZIONE DEL WACC: SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI	pag.	37
▪ VALUTAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA PREVISTI IN MODO ANALITICO	pag.	38
▪ VALORE TERMINALE	pag.	39
▪ VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ PROVANA CALORE SRL	pag.	40
▪ VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ PROVANA CALORE SRL – ANALISI DI SENSITIVITÀ	pag.	41
Valutazione Provana Calore srl – Metodo di confronto – Multipli	PAG.	43
▪ DETERMINAZIONE DEI PARAMETRI DI RIFERIMENTO	pag.	43
▪ CALCOLO DEI MULTIPLI	pag.	44

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Origine e finalità della stima

Il Liquidatore Unico della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** (sede legale in Leinì (TO), via Volpiano 47/A, codice fiscale 07610810017 e numero REA Torino 906350, capitale sociale sottoscritto e versato per Euro 604.864,00), dott. Roberto Frascinelli, ha conferito allo scrivente formale incarico volto alla stima del valore attribuibile alla totalità del capitale azionario della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** stessa.

Secondo quanto rappresentato allo scrivente, tale incarico si colloca nell'ambito di un progetto di riorganizzazione societaria che il Comune di Leinì, socio al 91,64% della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE**, intende attuare, consistente in una operazione di fusione inversa tra la società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** stessa e la sua partecipata **PROVANA CALORE SRL**.

E' inoltre stato rappresentato allo scrivente come la citata operazione di fusione inversa comporti necessariamente l'acquisizione, da parte del Comune di Leinì, del restante 8,36% del capitale sociale della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE**.

In tale contesto, ogni considerazione in ordine alla legittimità della descritta operazione rimane a carico del Comune di Leinì, che ai sensi del D.Lgs. 175 / 2016 (Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica) deve verificare che l'investimento necessario sia finanziariamente sostenibile e che si traduca in un effettivo risparmio di spesa rispetto al risultato conseguente alla liquidazione della società.

Al fine di una corretta stima del valore delle azioni costituenti il capitale sociale della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** è necessario procedere alla valutazione della società **PROVANA CALORE SRL**, detenuta al 100% dalla società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** stessa. In effetti, l'asset portante presente nell'attivo patrimoniale di **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** risulta costituito proprio dalla predetta società partecipata

Al fine di addivenire alla valorizzazione di quest'ultima, si è operato ispirandosi a criteri di prudenza, pur tenendo conto delle finalità della presente relazione di stima, assumendone la caratteristica di azienda in funzionamento, senza prevedere sostanziali mutamenti gestionali o opzioni di carattere innovativo, né il possibile verificarsi di eventi di carattere straordinario, in

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

una condizione di indipendenza rispetto al possibile realizzarsi della prefigurata operazione di carattere societario.

La presente relazione è volta unicamente alla stima del valore attribuibile alle azioni costituenti il capitale sociale della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE,** e non potrà essere utilizzata se non nell'ambito del contesto in precedenza descritto.

La presente relazione, inoltre, non costituisce in alcun modo giudizio di fattibilità / sostenibilità delle operazioni societarie in precedenza sommariamente descritte.

Lo scrivente, attesa l'urgenza dell'incarico, non ha potuto effettuare alcun audit sui dati storici forniti e non risponde della loro completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività.

La valutazione della partecipata **PROVANA CALORE SRL** dipende dalla sua capacità di generare benefici economici futuri. Ne consegue che il suo valore è funzione della capacità di realizzare gli obiettivi indicati nel Piano (in termini di ricavi, EBITDA, EBIT e flussi di cassa in generale) e di conseguire i risultati attesi secondo tempi e modi coerenti con quelli indicati nel Piano stesso; dunque il suo valore è funzione delle variabili che ne consentono l'effettivo realizzo del Piano. Eventuali scostamenti significativi tra le previsioni formulate riguardo all'evoluzione delle variabili economiche, patrimoniali e finanziarie contenute nel Piano ed i risultati consuntivi inevitabilmente si rifletterebbero sul suo valore quale risultante dalla presente relazione.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

La società oggetto di valutazione

La società **PROVANA SPA in liquidazione** con sede in Leinì ha capitale sociale sottoscritto e versato per Euro 604.864,00.

Gli azionisti sono tutti enti pubblici: socio di riferimento è il Comune di Leinì che detiene il 91,641% del capitale. La compagine societaria, in analitico rappresentata nella pagina seguente, può essere così sintetizzata:

	Soci	Capitale sociale	% partecipazione
1	Comune di Leinì	554.320,00	91,644%
2	Altri soci	50.544,00	8,356%
	Totale	**604.864,00**	**100,000%**

La società **PROVANA SPA** è stata posta in liquidazione a far data dal 13 magio 2014; oggi il suo cespite più rilevante è rappresentato dalla partecipazione totalitaria nella società **PROVANA CALORE SRL,** società operativa nella produzione e distribuzione di calore all'utenza del Comune di Leinì.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

	Provana Spa in liquidazione: Soci	Capitale sociale	% partecipazione
1	Comune di Leinì	554.320,00	91,644%
2	Comune di Trofarello	7.280,00	1,204%
3	Comune di Rivarossa	5.200,00	0,860%
4	Comune di Chivasso	3.120,00	0,516%
5	Comune di Rocca Canavese	2.288,00	0,378%
6	Comune di Monastero di Lanzo	2.080,00	0,344%
7	Università degli Studi di Torino	2.080,00	0,344%
8	Comune di Barbania	2.080,00	0,344%
9	Comune di Castiglione Torinese	1.040,00	0,172%
10	Comune di San Maurizio Ufficio Scuola	1.040,00	0,172%
11	Comune di Locana	1.040,00	0,172%
12	Comune di Ribordone	1.040,00	0,172%
13	Comune di Caselle Torinese	1.040,00	0,172%
14	Comune di Balangero	1.040,00	0,172%
15	Comune di San Benigno C.se	1.040,00	0,172%
16	Comune di Favria C.se	1.040,00	0,172%
17	Comune di Valprato Soana	1.040,00	0,172%
18	Comune di Monteu da Po	1.040,00	0,172%
19	Comune di Bairo	1.040,00	0,172%
20	Comune di Bosconero	1.040,00	0,172%
21	Comune di Oglianico	1.040,00	0,172%
22	Comune di Feletto	1.040,00	0,172%
23	Comune di Settimo Vittone	1.040,00	0,172%
24	Comune di Front	1.040,00	0,172%
25	Comune di Vauda	1.040,00	0,172%
26	Comune di San Francesco al Campo	1.040,00	0,172%
27	Comune di Arignano	1.040,00	0,172%
28	Comune di Villanova Canavese	1.040,00	0,172%
29	Comune di Cafasse	1.040,00	0,172%
30	Comune di Lanzo Torinese	1.040,00	0,172%
31	Comune di Frassinetto	1.040,00	0,172%
32	Comune di Rondissone	832,00	0,138%
33	Comune di Zeri	416,00	0,069%
34	Comune di Pino d'Asti	416,00	0,069%
35	Comune di Mathi	416,00	0,069%
36	Comune di Sparone	208,00	0,034%
37	Comune di Mercenasco	208,00	0,034%
	Totale	**604.864,00**	**100,000%**

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Metodi di valutazione: cenni di sintesi

In una situazione caratterizzata da una ampia varietà di metodologie utilizzabili per la stima del valore attribuibile ad una determinata azienda, da una progressiva evoluzione dottrinale al riguardo e da molteplici obiettivi per i quali la stima può essere effettuata, risulta opportuno procedere inizialmente ad alcune considerazioni di carattere generale. [1]

VALORE E PREZZO

Risulta innanzitutto necessario procedere ad alcuni chiarimenti riguardo ai concetti di "valore" e di "prezzo".

Il valore è il risultato di una stima che viene generalmente effettuata in relazione a specifiche esigenze, e quindi deriva da un'interpretazione della complessa realtà aziendale.

Il prezzo è un dato di fatto, quale risultante di singole negoziazioni (relative al trasferimento di pacchetti azionari di rilevante entità, sia riguardo a società quotate che a società non

[1] Per le considerazioni teoriche nel seguito espresse, ci si è avvalsi dei seguenti riferimenti dottrinali:

a) Luigi Guatri, "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Collana Impresa e Valore.
b) Luigi Guatri, Mauro Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Università Bocconi Editore, Biblioteca del Valore.
c) Articoli vari pubblicati sulla rivista "La valutazione delle aziende".
d) Mario Massari, Finanza aziendale. Valutazione", McGraw – Hill.
e) Luigi Guatri, Mauro Bini, "I moltiplicatori nella valutazione delle aziende", Biblioteca del Valore.
f) Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, "Il valore dell'impresa – strategie di valutazione e gestione", Il Sole 24 Ore.
g) Richard Brealey; Stewart Myers, "Principi di finanza aziendale", McGraw – Hill.
h) Aswath Damodaran, "Manuale di valutazione finanziaria", McGraw – Hill.
i) Aswath Damodaran, monografie varie disponibili sul sito adamodar@stern.nyu.edu (Stern School of Business – New York).

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

quotate) o di una serie di negoziazioni (relative a piccole quote di partecipazione ed unicamente con riferimento a società quotate sui mercati finanziari).

Serie continue di prezzi fatti segnare nel corso del tempo si registrano dunque solo per quote di partecipazione non influenti sul controllo aziendale, mentre i prezzi per quote di controllo vengono contrattati solo a lunghi intervalli di tempo (non è raro il caso di aziende che nascono e si estinguono senza aver mai dato luogo a cessioni di quote di controllo).

Fatte queste premesse, risulta evidente come valore e prezzo, quand'anche coesistano, possano non coincidere, in quanto:

a) Esistono vari tipi di valore e vari tipi di prezzo.
Per quanto riguarda il valore, è da ricordare come vi sia una molteplicità di criteri e metodologie applicabili nella sua stima, aventi caratteristiche e finalità così variegate da poter portare a risultati assai diversi tra loro.
Quanto ai prezzi, si pensi alla differenza tra quotazioni borsistiche riferite a quantitativi di titoli irrilevanti per il controllo e prezzi applicati per il trasferimento di quote di partecipazione di controllo: quale esempio, ci si può riferire all'andamento dei prezzi normalmente fatto registrare da una società quotata oggetto di take – over.

b) Il prezzo dipende, assai più di quanto non dipenda il valore, da aspetti esterni all'azienda, non controllabili dal suo management o dalla sua proprietà.
Si pensi all'influsso esercitato, sulla formazione dei prezzi, da momenti contingenti attraversati dai mercati finanziari.

c) I prezzi sono altamente volatili (il riferimento è ancora una volta alle società quotate) e tale volatilità spesso non deriva da elementi collegabili alla realtà aziendale; il valore varia invece più lentamente, con tendenze più definite e per ragioni più direttamente connesse all'azienda stessa.

d) In una trattativa volta alla cessione di rilevanti pacchetti azionari, la formazione del prezzo può essere influenzata dalla posizione soggettiva delle parti.
Al proposito, si pensi all'impatto che può avere, sulla definizione del prezzo di vendita, l'abilità e la forza / debolezza contrattuale delle parti in causa, o la valutazione delle sinergie, intese in senso ampio, che l'acquisizione può comportare.

e) Le variazioni di valore, sia in senso positivo che in senso negativo, vengono incorporate lentamente nei prezzi.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Le considerazioni sin qui esposte portano inevitabilmente a concludere che risulta generalmente difficile assumere, quale espressione del valore aziendale, il concetto di "prezzo".

Tuttavia, in relazione:

a) al crescente grado di efficienza e di trasparenza dei mercati finanziari;
b) all'affermazione anche nel nostro paese di prassi valutative ormai consolidate a livello internazionale;

è possibile affermare che i prezzi fatti segnare nel trasferimento di aziende comparabili costituiscono un importante termine di riferimento nella stima del valore aziendale.

Allo stesso modo, qualora l'azienda stessa oggetto di stima sia quotata su mercati finanziari regolamentati, l'andamento del prezzo dei titoli rappresentativi del suo capitale può fornire importanti indicazioni anche in termini di valore.

E' però necessario ribadire come, data la fondamentale differenza tra il concetto di valore e quello di prezzo, possono manifestarsi divergenze anche significative tra il prezzo fatto segnare in specifici momenti storici da una determinata attività finanziaria ed il suo effettivo valore.

METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTABILI

Le metodologie di valutazione correntemente utilizzate nella prassi professionale possono essere così classificate:

a) METODI ANALITICI

METODI BASATI SU VALORI – STOCK, RIFERITI A:

- valori patrimoniali semplici
- valori patrimoniali complessi

METODI BASATI SU VALORI – FLUSSO, RIFERITI A:

- flussi di cassa attesi
- dati reddituali

METODI BASATI SU SINTESI DI VALORI – STOCK E DI VALORI – FLUSSO

Tenuto conto delle attuali caratteristiche del sistema impresa, dove i singoli asset tangibili, considerati quali autonomi elementi patrimoniali, tendono ad assumere

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

sempre minore rilevanza, dottrina e prassi sono ormai concordi nel considerare le metodologie di tipo patrimoniale, nelle varie configurazioni che possono assumere, tendenzialmente inadeguate alla corretta espressione del valore aziendale, inteso come valore economico del capitale d'impresa.

I metodi in questione appaiono oggi utilizzabili prettamente nelle stime volte a definire valori di liquidazione; ove utilizzati con riguardo ad aziende in funzionamento, appaiono accettabili, pur con crescenti remore sia da parte della dottrina che da parte della prassi professionale, solamente con riferimento a ristrette tipologie di attività d'impresa.

Del resto, il tema specifico relativo alla valutazione d'azienda è riconducibile a quello più generale riguardante la valutazione degli investimenti, dove la teoria individua il criterio base di calcolo nell'attualizzazione dei flussi di cassa generati dall'investimento stesso.

Per tale motivo, dunque, le metodologie basate su valori – flusso appaiono sul piano teorico le più adeguate nella stima del capitale economico aziendale; più in particolare, il riferimento ottimale risulterebbe costituito dai metodi che fanno riferimento ai flussi di cassa.

E' però da sottolineare come, sul piano pratico, una corretta applicazione di tali metodologie non possa prescindere da pianificazioni quantomeno di medio periodo, il che può introdurre margini di aleatorietà nella stima, ed in ogni caso ne correla i risultati con la capacità del management aziendale di raggiungere gli obiettivi prefissati.

Mentre i metodi basati sui flussi di cassa pongono l'accento sulla capacità dell'azienda oggetto di stima di generare flussi monetari disponibili, i metodi di tipo reddituale si riferiscono unicamente alla capacità di produrre reddito. Sotto molti punti di vista, essi appaiono quindi come una semplificazione di quelli basati sui flussi di cassa, e ad essi si avvicinano soprattutto in determinate configurazioni nelle quali possono trovare applicazione.

E' da rilevare come talvolta ci si limiti all'analisi storica dei risultati reddituali, riducendo in tal modo le aleatorietà insite nella valutazione dei risultati futuri: tale soluzione deve tuttavia essere collocata in un contesto nel quale i risultati storici assumono rilevanza soltanto se ed in quanto rappresentativi della presumibile evoluzione della redditività prospettica.

Per quanto riguarda i criteri di tipo misto, la dottrina italiana e mittel – Europea ha sempre ritenuto che il metodo "misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma del goodwill" fosse pienamente in grado di esprimere valutazioni rappresentative

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

del reale capitale economico aziendale. L'evoluzione in atto, con il sempre minore interesse per i metodi che fanno riferimento a dati patrimoniali, sta portando ad una progressiva revisione di tale opinione; infatti la struttura stessa di tale metodologia porta ad assegnare peso preponderante, o comunque assai rilevante, alla componente patrimoniale, che abbiamo visto ormai essere considerata inadeguata ai fini di una corretta stima del valore aziendale.

b) METODI SINTETICI

METODI BASATI SULLE QUOTAZIONI DI BORSA
METODI BASATI SUI MULTIPLI DI MERCATO

I metodi basati sulle quotazioni di borsa definiscono il valore aziendale riferendosi alla capitalizzazione complessiva dei titoli negoziati sul mercato borsistico. Per loro natura intrinseca possono non esprimere pienamente il valore aziendale, in quanto i prezzi di riferimento riflettono transazioni irrilevanti ai fini del controllo; inoltre assume rilevanza fondamentale il periodo di osservazione dei prezzi, date le fluttuazioni che contraddistinguono l'andamento dei mercati finanziari nel loro complesso ed in relazione al fatto che tali fluttuazioni possono per motivi contingenti risultare ulteriormente amplificate a livello di singolo titolo.

Per quanto riguarda i metodi basati sui multipli di mercato, questi trovano la propria filosofia di base nel dedurre il valore dell'azienda oggetto di stima da quello di mercato, noto per le transazioni effettuate, di aziende similari. Le problematiche insite in tali metodologie riguardano essenzialmente l'effettiva comparabilità, sotto ogni punto di vista e riguardo non soltanto alla situazione storica e attuale, ma anche a quella prospettica, di aziende diverse.

Nella pratica più diffusa, il procedimento avviene mediante applicazione, ai dati dell'azienda oggetto di valutazione, di determinati multipli (PRICE / EARNINGS, PRICE / CASH FLOW, PRICE / EBIT, PRICE / EBITDA, PRICE / BOOK VALUE, PRICE / NET SALES) impliciti nei prezzi relativi alle transazioni effettuate per le aziende ritenute comparabili.

Altra classificazione proposta dalla dottrina si basa sulla contrapposizione tra "**VALUTAZIONI ASSOLUTE**" (basate su modelli e formule applicati alle sole informazioni relative all'azienda oggetto di stima) e "**VALUTAZIONE RELATIVE**" (basate sui moltiplicatori desunti dall'osservazione del mercato). E' da sottolineare come i "CRITERI RELATIVI" abbiano ormai raggiunto, nell'ambito dei processi di valutazione aziendale, dignità pari a quella tradizionalmente attribuita ai "CRITERI ASSOLUTI".

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

VALUTAZIONE D'AZIENDA: SCUOLE DI PENSIERO ED EVOLUZIONE IN ATTO

In questa sede, prima di trarre le conclusioni in ordine alla scelta della metodologia di valutazione che verrà in concreto adottata nella presente relazione di stima, è opportuno effettuare alcune considerazioni riguardo alle posizioni espresse dalle principali scuole di pensiero ed all'evoluzione verificatasi al riguardo.

Il riferimento è necessariamente costituito dalla contrapposizione tra le posizioni espresse dalla scuola e dalla pratica anglosassone rispetto a quella mittel – Europea.

La scuola anglosassone da sempre pone l'accento sulla necessità di considerare il tema della valutazione d'azienda quale caso particolare del più vasto tema riguardante la valutazione degli investimenti. In quest'ottica, la consistenza patrimoniale dell'azienda oggetto di stima non assume alcuna rilevanza, ed anche l'aspetto reddituale passa in secondo piano: l'attenzione deve focalizzarsi sulle metodologie basate sui flussi di cassa, che trovano generalmente applicazione nella versione "UNLEVERED".

In Italia e, più in generale, nell'Europa continentale, sono tradizionalmente più diffusi i metodi che fanno riferimento a dati patrimoniali e / o a dati reddituali; come si è già avuto occasione di dire, si è verificata una spiccata evoluzione che ha portato, nel corso del tempo, ad una netta preferenza per l'elemento reddituale.

Bisogna poi ricordare come anche nel nostro paese si assista ad una spinta verso un sempre maggior utilizzo dei metodi finanziari, sulla scia dei comportamenti tenuti da Merchant Banks e grandi investitori istituzionali in genere, i quali pongono inoltre sempre maggiore attenzione al cosiddetto metodo dei "COMPARABLES". La tendenza in questo senso pare ormai sufficientemente delineata: la sempre più diffusa cultura della pianificazione a medio – lungo termine e la crescente efficienza e trasparenza dei mercati finanziari si pongono inoltre quali elementi di sostegno ad un tale approccio alle problematiche concernenti la valutazione d'azienda.

E' infine da ricordare come la dottrina italiana più autorevole manifesti ormai una piena apertura nei confronti delle tecniche valutative proposte dalla scuola anglosassone, pur accolte con spirito critico e mediate con l'impostazione concettuale tradizionalmente sviluppata in Italia ed in Europa.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

METODOLOGIE REDDITUALI E METODOLOGIE FINANZIARIE

Come in precedenza è stato sottolineato, le metodologie basate su valori – flusso possono fare riferimento ai flussi di cassa attesi oppure ai redditi attesi.

Facendo essenzialmente riferimento a tale classificazione, nonché alla diversa impostazione applicativa delle metodologie di valutazione indicate, la dottrina italiana propone una distinzione tra valori di capitale economico "odierno" e valori di capitale economico "potenziale". In particolare, si afferma l'intrinseca attitudine dei procedimenti di stima basati sulla "UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS" ad esprimere valori di tipo potenziale, in quanto fondano le proprie basi tipicamente su pianificazioni di lungo termine.

La distinzione tra capitale economico odierno e capitale economico potenziale non trova riscontro nel mondo anglosassone, ove dottrina e prassi professionale ritengono l'elemento reddituale inadatto a cogliere appieno il valore aziendale, stante l'inevitabile sfasamento temporale (destinato ad annullarsi solo nel lunghissimo termine) tra competenza economica dei redditi e dinamica dei flussi di cassa.

E' inoltre necessario introdurre una ulteriore distinzione tra metodologie di valutazione LEVERED (volte alla stima diretta del patrimonio netto aziendale) e metodologie di valutazione UNLEVERED (volte alla stima del capitale investito nel suo complesso, a prescindere dalla tipologia delle fonti finanziarie utilizzate per la sua copertura).

Mentre i metodi reddituali portano strutturalmente alla stima diretta del patrimonio netto aziendale, i metodi basati sui flussi di cassa possono essere applicati sia secondo modalità LEVERED che secondo modalità UNLEVERED. Dottrina e prassi professionale di derivazione anglosassone manifestano assoluta preferenza per la stima indiretta del patrimonio netto, ottenuta quale differenza tra valore del capitale investito nel suo complesso (ENTERPRISE VALUE) e posizione finanziaria netta.

Resta infine da sottolineare come la maggiore aleatorietà delle stime basate sui flussi di cassa attesi dipenda essenzialmente dalle ipotesi di base in concreto utilizzate nel processo valutativo e come i metodi reddituali solo in apparenza offrano l'opportunità di mitigare l'incertezza, stante la necessità di giungere in ogni caso alla definizione di valori che possano essere considerati rappresentativi della presumibile evoluzione futura della redditività aziendale.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

La scelta del metodo di valutazione

In concreto, le variabili in gioco (delle quali si dovrà congiuntamente tenere conto) ai fini della scelta del metodo di valutazione sono le seguenti:

a) Finalità della valutazione.

Si è già chiarito in premessa come l'obiettivo del presente lavoro consista nella determinazione dell'effettivo valore corrente attribuibile al capitale azionario della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE**, e come tale obiettivo comporti la stima della partecipata in via totalitaria **PROVANA CALORE SRL**, impresa in normale operatività.

In particolare, nella stima valgono le seguenti assunzioni di base:

- continuità della gestione;
- assenza di fatti straordinari ad oggi non prevedibili e comunque tali da creare significative "discontinuità" nella gestione aziendale;
- indipendenza da posizioni soggettive ed interessi di parte.

b) Correttezza teorica delle metodologie utilizzabili.

Al proposito si è in precedenza sottolineato come le metodologie basate su valori – flusso appaiano intrinsecamente adeguate, sul piano teorico, ai fini di una corretta stima del valore di imprese in funzionamento; tale attitudine, sia in dottrina che nella prassi professionale, non è ormai riconosciuta alle metodologie che in vario modo fanno riferimento a valori – stock. Peraltro, le metodologie di tipo patrimoniale, nelle varie configurazioni che possono assumere, appaiono oggi utilizzabili prettamente nelle stime volte a definire valori di liquidazione.

Si è inoltre avuto modo di ricordare come i metodi di valutazione basati sui multipli ("valutazioni relative") abbiano ormai assunto importanza paragonabile a quella tradizionalmente assegnata ai metodi analitici, basati su modelli e formule ("valutazioni assolute").

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

c) Caratteristiche dell'azienda oggetto di stima.

La società oggetto di stima risulta attualmente essere in liquidazione; peraltro, la sua valutazione comporta quella di una realtà d'impresa in normale operatività, che si colloca in un settore di attività ove il riferimento a modelli valutativi basati su valori flusso costituisce prassi consolidata.

d) Disponibilità delle informazioni necessarie.

La società **PROVANA CALORE SRL** ha messo a disposizione un piano economico-finanziario di medio – lungo periodo, opportunamente strutturato.

PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE

Al fine di correttamente procedere alla stima del valore attribuibile al capitale azionario della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** si è deciso di fare riferimento al metodo patrimoniale puro: tale scelta è avvenuta con diretto riferimento alla situazione in essere in capo alla società oggetto di stima, che risulta attualmente essere in liquidazione.

PROVANA CALORE SRL

Il complesso delle considerazioni in precedenza espresse ha condotto alla scelta, quale metodologia di valutazione principale, del "METODO DEI FLUSSI DI CASSA", o DCF.

Tra i metodi analitici di valutazione questo appare infatti il più adeguato al caso in esame, sia in ordine alle finalità in questa sede perseguite, sia sul piano strettamente teorico, sia con riferimento alle caratteristiche strutturali e di business della società **PROVANA CALORE SRL**.

E' prassi consolidata sottoporre i risultati ai quali si perviene con l'applicazione del metodo di valutazione principale ad una verifica di congruità. A tal fine, si è ritenuto opportuno fare riferimento al metodo dei multipli di mercato, limitando peraltro l'analisi alla determinazione del loro livello implicito nella stima cui si giunge in sede di applicazione del metodo principale.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Fonti di informazione

Tenuto conto delle scelte effettuate in ordine ai metodi di valutazione da adottare nell'ambito della presente relazione di stima, la documentazione presa in considerazione ai fini della sua redazione è la seguente:

- Bilancio della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** alla data del 30 giugno 2019.
- Relazione di stima della partecipata **PROVANA CALORE SRL** redatta dallo scrivente contestualmente alla presente e nel prosieguo allegata.
- Stima dei costi sostenuti della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** nel periodo intercorrente tra il 30 giugno 2019 e la data attuale, effettuata dal Liquidatore Unico dott. Roberto Frascinelli.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Valutazione PROVANA Spa in liquidazione
Metodo patrimoniale puro

Tenuto conto delle caratteristiche operative della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE**, si è deciso, come già evidenziato, di fare riferimento, nella stima del valore ad essa attribuibile, al metodo patrimoniale puro.

La valutazione patrimoniale di un'azienda si fonda sul principio dell'espressione a valori correnti delle attività che ne compongono il capitale investito e, ove necessario, dell'aggiornamento e dell'esame critico delle sue passività: il valore al quale si perviene mediante tale processo viene comunemente definito come "patrimonio netto rettificato a valori correnti".

Quale punto di partenza per la determinazione del valore patrimoniale di un'azienda si assume generalmente il patrimonio netto contabile, comprensivo del risultato d'esercizio conseguito alla data di riferimento della valutazione e al netto dei dividendi deliberati. Questo dovrà essere sottoposto ad una serie di rettifiche, volte a:

- esprimere le poste di bilancio secondo corretti principi contabili;
- esprimere le poste di bilancio in termini di valori correnti, con riferimento alla data della valutazione.

Il sorgere, nella determinazione del patrimonio netto rettificato a valori correnti, di variazioni rispetto ai valori contabili fa emergere il tema della "fiscalità latente", normalmente valutata mediante applicazione di aliquote ridotte.

La determinazione del valore patrimoniale è quindi avvenuta facendo riferimento ai dati relativi al bilancio al 30 giugno 2019; questi possono essere così sintetizzati:

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Dati espressi in migliaia di Euro

Situazione patrimoniale

	Immobilizzazioni immateriali	0
	Immobilizzazioni materiali	0
	Immobilizzazioni finanziarie	1.952
	Partecipazione 100% in Provana Calore Srl	1.879
	Altri crediti finanziari	72
A.	**Attività immobilizzate**	**1.952**
	Rimanenze	0
	Attività correnti nette	221
	Passività correnti nette	(155)
B	**Capitale di funzionamento netto**	**66**
C	**Capitale investito netto (A + B)**	**2.018**
	Fondo Tfr e altri fondi rischi	0
	Indebitamento finanziario netto	(603)
D	**Mezzi di terzi**	**(603)**
E	**Patrimonio netto contabile (C - D)**	**1.415**

L'importo del patrimonio netto contabile al 30 giugno 2019 è stato rettificato al fine di tener conto dei costi sostenuti dalla società nel periodo intercorrente tra tale data e quello della asseverazione della presente relazione di stima: allo scopo, si è fatto riferimento alle indicazioni pervenute dal Liquidatore Unico, dott. Roberto Frascinelli, ottenendo i seguenti risultati:

Dati espressi in migliaia di Euro

Patrimonio netto contabile ricalcolato

Patrimonio netto contabile	**1.415**
Risultato periodo 30 giugno 2019 - 25 novembre 2019	(63)
Patrimonio netto contabile ricalcolato	**1.352**

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

L'attivo patrimoniale della società oggetto di stima è rappresentato unicamente dalla partecipazione totalitaria nella società **PROVANA CALORE SRL**, il cui valore corrente è stato determinato mediante apposita valutazione redatta contestualmente alla presente e nel seguito allegata.

Nella tabella che segue viene presentato l'effetto in termini patrimoniali derivante dal confronto tra il range di valori attribuito alla società **PROVANA CALORE SRL** ed il valore di carico di quest'ultima in capo alla società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE**.

Dati espressi in migliaia di Euro

VALUTAZIONE PROVANA CALORE SRL

		Inv T 1 63	Inv T 2 77	Inv T 3 90	Inv T 4 104	Inv T 5 117
WACC 1	10,24%	2.083	2.030	1.977	1.924	1.871
WACC 2	10,74%	1.952	1.903	1.854	1.805	1.756
WACC 3	11,24%	1.833	1.787	1.742	1.696	1.651
WACC 4	11,74%	1.724	1.681	1.639	1.596	1.554
WACC 5	12,24%	1.623	1.583	1.544	1.504	1.464

Valore di carico della Partecipazione **1.879**

VALUTAZIONE PROVANA CALORE SRL

rettifiche al Patrimonio netto contabile in capo a PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE

		Inv T 1 63	Inv T 2 77	Inv T 3 90	Inv T 4 104	Inv T 5 117
WACC 1	10,24%	203	150	98	45	(8)
WACC 2	10,74%	73	24	(25)	(74)	(123)
WACC 3	11,24%	(46)	(92)	(138)	(183)	(229)
WACC 4	11,74%	(156)	(198)	(241)	(283)	(326)
WACC 5	12,24%	(256)	(296)	(336)	(375)	(415)

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Il range di valori attribuibile al 100% del capitale azionario della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** può quindi essere così sintetizzato:

Dati espressi in migliaia di Euro

VALUTAZIONE PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE

determinazione del patrimonio netto rettificato

Patrimonio netto di bilancio **1.352**

		Inv T 1 63	Inv T 2 77	Inv T 3 90	Inv T 4 104	Inv T 5 117
WACC 1	10,24%	1.555	1.502	1.449	1.396	1.344
WACC 2	10,74%	1.425	1.376	1.326	1.277	1.228
WACC 3	11,24%	1.305	1.260	1.214	1.169	1.123
WACC 4	11,74%	1.196	1.154	1.111	1.069	1.026
WACC 5	12,24%	1.096	1.056	1.016	976	937

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Sintesi conclusiva

Il complesso delle indicazioni in precedenza espresse, derivanti dall'applicazione:

- del metodo patrimoniale puro con riferimento alla stima del valore attribuibile alla società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE**;
- del metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa (discounted cash flow) con riferimento alla stima del valore attribuibile alla società **PROVANA CALORE SRL**;

porta ad individuare il valore attribuibile al 100% del capitale azionario della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** in un importo pari a circa 1,214 milioni di Euro. Il range di valutazione, costruito intorno a tale valore centrale, risulta caratterizzato da un minimo pari a circa 1,096 milioni di Euro e da un massimo pari a circa 1,344 milioni di Euro.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Conclusioni

Sulla base delle considerazioni precedentemente espresse, si ritiene che il valore complessivo della totalità delle quote di partecipazione al capitale azionario della società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** alla data del 30 giugno 2019 possa essere ragionevolmente stimato in 1.214.000 (unmilioneduecentoquattordicimila) Euro.

Quanto sopra in evasione dell'incarico ricevuto.

In fede

Franco Martino

Torino, 25 novembre 2019

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Allegato

Valutazione della società PROVANA CALORE Srl

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

La società oggetto di valutazione

La società **PROVANA CALORE SRL** è partecipata al 100% dalla società **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE**, che ne svolge l'attività di direzione e coordinamento.

PROVANA CALORE SRL, dal 2001, produce e distribuisce calore all'utenza del Comune di Leinì mediante una propria rete di teleriscaldamento che assicura sia il riscaldamento degli ambienti sia il fabbisogno di acqua calda sanitaria.

L'impianto di produzione del calore è alimentato a biomassa legnosa; la centrale che alimenta la rete di teleriscaldamento, di proprietà della società, è sita nel Comune di Leinì, in via Volpiano 47/A, ove trovano collocazione anche gli uffici direzionali, tecnici ed amministrativi. L'attività viene esercitata in forza di una concessione avente durata novanta novennale stipulata nell'esercizio 2007 con il Comune di Leinì.

La potenza termica installata è oggi pari a 10 MW, suddivisa su due caldaie della potenzialità termica nominale di 5MW; la rete di teleriscaldamento ha attualmente una lunghezza di circa 12,2 chilometri.

PROVANA CALORE SRL è certificata ISO 9001:2015.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Fonti di informazione

Tenuto conto delle scelte effettuate in ordine ai metodi di valutazione da adottare nell'ambito della presente relazione di stima, la documentazione presa in considerazione ai fini della sua redazione è la seguente:

- Bilancio della società **PROVANA CALORE SRL** alla data del 30 giugno 2019.
- Piano economico – finanziario 30 giugno 2019 – 30 giugno 2025 redatto dalla società **PROVANA CALORE SRL** ed approvato con determina dell'Amministratore Unico in data 8 novembre 2019.
- Concessione, da parte del Comune di Leinì, del diritto di superficie (per una durata di 99 anni) relativo a terreni al fine di consentire al concessionario la realizzazione di un impianto termico centralizzato funzionante a scarti legnosi collegato ad una rete di teleriscaldamento.
- Altre informazioni desunte dai colloqui intervenuti con l'Amministratore Unico.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Valutazione Provana Calore Srl
Metodo principale – DCF

FORMULA VALUTATIVA PRESCELTA

Secondo le metodologie finanziarie, il valore di un'azienda deve essere stimato in funzione dei flussi di cassa, opportunamente attualizzati, che essa è in grado di generare.

Nell'ambito delle possibili configurazioni dei metodi finanziari di stima, nel prosieguo verranno adottate le seguenti modalità operative:

a) In considerazione dell'impostazione assunta dalla prassi professionale, mutuata da una ormai consolidata prassi internazionale di derivazione anglosassone, sostenuta anche dalla dottrina, si è deciso di operare secondo modalità UNLEVERED. Si farà quindi riferimento ai flussi di cassa disponibili generati dalla gestione operativa, al netto della relativa imposizione fiscale teorica (FREE CASH FLOWS).

b) Per quanto riguarda l'orizzonte temporale di attualizzazione dei flussi di cassa attesi, l'ipotesi di base alla quale si fa generalmente riferimento consiste nella loro durata infinita nel tempo: tale ipotesi, tenuto conto dell'effetto in termini di valorizzazione dei flussi attesi comportato dal processo di attualizzazione, risulta compatibile con la durata della concessione stipulata con il Comune di Leinì. All'interno di tale impostazione di fondo, si opererà secondo la logica del metodo misto, con flussi di cassa previsti in modo analitico per l'arco temporale coperto dai documenti di piano disponibili e successiva stima sintetica del valore attribuibile a quelli residui (TERMINAL VALUE).

La formula valutativa prescelta è dunque la seguente:

$$EV = PV(FCF_T) + PV(TV_T) + NOA$$

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

dove:	EV	=	ENTERPRISE VALUE
	PV	=	PRESENT VALUE: il tasso di attualizzazione è rappresentato dal WACC
	FCF_T	=	FREE CASH FLOWS relativi al periodo di previsione analitica
	TV_T	=	TERMINAL VALUE
	NOA	=	NON – OPERATING ASSET

Al fine di pervenire all'espressione del valore attribuibile al patrimonio netto societario, si avrà successivamente:

$$EV = V_D + V_E$$

$$V_E = EV - V_D$$

dove:	EV	=	ENTERPRISE VALUE
	V_D	=	Valore di mercato della posizione finanziaria netta
	V_E	=	Valutazione del patrimonio netto aziendale

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

FLUSSI DI CASSA ATTESI

FLUSSI DI CASSA ATTESI: PERIODO DI PREVISIONE ANALITICA

La metodologia di valutazione adottata prevede le seguenti modalità di calcolo dei flussi di cassa attesi:

$$FCF_T = EBIT_T \times (1 - T) + A - CAPEX_T - +WC_T$$

dove:	FCF_T	=	FREE CASH FLOW: flusso di cassa disponibile per la remunerazione sia del capitale di rischio sia del capitale di debito
	$EBIT_T$	=	Risultato atteso prima delle imposte e prima degli effetti della struttura finanziaria sul conto economico
	T	=	Aliquota fiscale
	A	=	Ammortamenti
	$CAPEX_T$	=	Investimenti netti, sia di mantenimento che di eventuale espansione, correlati con gli obiettivi formulati a livello di EBIT
	$+WC_T$	=	Variazione del WORKING CAPITAL relativa al singolo esercizio, atta a consentire i livelli di operatività aziendale correlati con le previsioni formulate a livello di EBIT

Secondo tale impostazione, i flussi di cassa disponibili vengono rappresentati al netto dell'imposizione fiscale teorica, senza riflettere il vantaggio fiscale derivante dalla deducibilità del costo del debito: questo in quanto il metodo stesso del WACC prevede l'utilizzo di tassi di remunerazione del debito al netto dell'effetto fiscale.

Per quanto riguarda la determinazione dei flussi di cassa attesi, si è fatto riferimento ai contenuti del piano economico – finanziario relativo al periodo 30 giugno 2019 – 30 giugno 2025; la redditività operativa è stata assoggettata ad imposizione fiscale piena, in base all'aliquota media utilizzata dalla società nella redazione del proprio Piano.

Tutti i flussi di cassa attesi, compreso il valore terminale, sono stati attualizzati alla data di riferimento della stima.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Per quanto riguarda l'entità della posizione finanziaria netta iniziale, il riferimento è rappresentato dal dato consuntivo evidenziato dal bilancio al 30 giugno 2019. Al fine di evitare duplicazioni, le componenti di debito nei confronti della società controllante **PROVANA SPA IN LIQUIDAZIONE** sono state assimilate alla posizione finanziaria netta iniziale.

FLUSSI DI CASSA ATTESI: VALORE TERMINALE

Poiché il periodo di previsione analitica dei flussi non può ragionevolmente spingersi in modo attendibile oltre un determinato arco temporale, la parte residua dei flussi di cassa viene stimata in modo sintetico.

Tale stima sintetica avviene proiettando all'infinito il flusso di cassa relativo all'ultimo periodo oggetto di previsione analitica, tenendo conto delle eventuali ulteriori possibilità di crescita. Queste vengono tecnicamente gestite attraverso una riduzione del WACC, introducendo eventualmente il cosiddetto "fattore g".

La modalità di calcolo del valore terminale può quindi essere rappresentata come segue:

$$TV = FCF_N (1 + g) / (WACC - g)$$

dove:

TV	=	Valore terminale
FCF_N	=	Flusso di cassa relativo all'ultimo periodo di previsione analitica
g	=	tasso di crescita dei flussi di cassa
WACC	=	WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL

Per la determinazione del flusso di cassa da utilizzare in sede di calcolo del valore terminale, si è fatto riferimento ai dati relativi all'ultimo esercizio di previsione analitica (2025). Al proposito, è necessario sottolineare come sia verosimile l'esistenza di uno sfasamento temporale tra ammortamenti relativi agli investimenti effettuati e successive esigenze di investimento, intese queste ultime secondo le regole proprie della determinazione del TERMINAL VALUE. In tale contesto, in relazione al principio di prudenza che ispira il presente lavoro, si è comunque ipotizzato strutturalmente nullo il saldo tra investimenti ed ammortamenti; per la determinazione del livello strutturale degli investimenti, si è fatto riferimento alle indicazioni espresse dalla Direzione Aziendale.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

La variazione del WORKING CAPITAL è stata considerata nulla, così come il tasso di crescita "g"; La redditività operativa è stata assoggettata ad imposizione fiscale sulla base del tasso medio d'imposta previsto dalla società in sede di Piano.

L'insieme delle considerazioni in precedenza espresse trova analitica determinazione nella seguente tabella:

Dati espressi in migliaia di Euro

DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T. Value
EBIT	**206**	**203**	**153**	**153**	**139**	**153**	**409**
Imposizione fiscale teorica	(58)	(57)	(43)	(43)	(39)	(43)	(115)
Risultato operativo netto imposte	**148**	**146**	**110**	**110**	**100**	**110**	**294**
Ammortamenti	353	357	358	351	351	351	90
Contributo c / impianti	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
Investimenti netti materiali e immateriali	(105)	(93)	(35)	(70)	(195)	(75)	(90)
Variazione fondi	(14)	12	12	12	12	12	0
Variazione working capital	0	0	0	0	0	0	0
Flusso di cassa disponibile	**345**	**386**	**410**	**367**	**232**	**362**	**258**
Tax rate su EBIT	**28,1%**	**28,1%**	**28,1%**	**28,1%**	**28,1%**	**28,1%**	**28,1%**

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

TASSO DI ATTUALIZZAZIONE: DETERMINAZIONE DEL WACC

Come si è già avuto modo di sottolineare, il tasso da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili è costituito dal costo medio ponderato del capitale (WACC), rappresentativo della remunerazione dell'investimento aziendale nel suo complesso.

La formula da utilizzare al fine della determinazione del tasso di attualizzazione è la seguente:

$$WACC = K_E \times P_E + K_D (1-T) \times P_D$$

dove:

- K_E = tasso di remunerazione dei mezzi propri
- P_E = peso dei mezzi propri sulla struttura finanziaria aziendale ($E/E+D$)
- K_D = tasso di remunerazione del debito
- T = aliquota di deducibilità fiscale degli oneri finanziari
- P_D = peso dell'indebitamento sulla struttura finanziaria aziendale ($D/D+E$)

TASSO DI REMUNERAZIONE DEI MEZZI PROPRI

Come si è detto, il costo dei mezzi propri può idealmente essere scisso in due componenti:

- remunerazione per investimenti privi di rischio;
- premio per il rischio (a sua volta derivante da una maggiorazione generica relativa all'investimento azionario, corretta al fine di individuare il rischio specifico attribuibile all'azienda oggetto di stima tramite il coefficiente BETA).

a) REMUNERAZIONE PER INVESTIMENTI PRIVI DI RISCHIO

Il compenso per il decorrere del tempo viene generalmente riferito al rendimento degli investimenti privi di rischio, o comunque caratterizzati da un rischio così basso da poter essere considerato sostanzialmente nullo. Il punto di riferimento comunemente accettato risulta essere il rendimento offerto dai titoli di stato a lungo termine.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Più in particolare, le prevalenti indicazioni dottrinali consigliano l'utilizzo di tassi relativi a titoli di durata superiore a cinque anni.[2] Tuttavia, non è generalmente ritenuto opportuno il riferimento a titoli di lunghissimo termine (ad esempio trentennale): indicazioni in questo senso vengono dalla prassi nordamericana [3], che esprime una netta preferenza per i titoli del Tesoro decennali.

La determinazione del tasso di remunerazione per investimenti privi di rischio è quindi avvenuta in funzione del rendimento offerto dai titoli di stato italiani a tasso fisso (BTP) con scadenza decennale.

Nel corso del bimestre giugno – luglio 2019, il tasso di rendimento dei titoli in questione (fonte: https://it.investing.com/rates-bonds/italy-10-year-bond-yield-historical-data) è oscillato tra il 2,70% e l'1,38%; allargando l'intervallo di osservazione al periodo compreso tra il 1° gennaio 2019 e il 21 novembre 2019 (ultima data utile ai fini della redazione della presente stima), il range di oscillazione risulta compreso tra il 3,03% e lo 0,76%.

In tale contesto, il tasso di remunerazione per investimenti privi di rischio è stato determinato, al di là delle oscillazioni di breve periodo, nella misura del 2%.

b) REMUNERAZIONE DEL RISCHIO

La determinazione del premio per il rischio presenta aspetti di particolare complessità.

Tra i vari procedimenti adottabili al riguardo, e tenuto conto delle critiche alle quali ciascuno di essi può essere assoggettato, si è deciso di fare riferimento al CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL): tale metodologia costituisce infatti il modello di riferimento nella stima del costo opportunità dei capitali. [4] Inoltre, si terrà conto, quale componente a sé stante, dell'effetto derivante dalla componente dimensionale.

2 Luigi Guatri, "Trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Collana Impresa e Valore, pag. 81.

3 Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, "Il valore dell'impresa – strategie di valutazione e gestione", Il Sole 24 Ore, pag. 279 e seg.

4 Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, "Il valore dell'impresa – strategie di valutazione e gestione", Il Sole 24 Ore, pag. 277 e seg.

Luigi Guatri, Mauro Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Università Bocconi Editore, Biblioteca del Valore, pag. 310 e seg.

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, "Principi di finanza aziendale", McGraw - Hill, pag. 156 e seg.

Giampaolo Ferrari, Cesare Iannuzzi, "La valutazione d'azienda e la quotazione in borsa: l'evoluzione delle metodologie valutative adottate ai fini del certificato peritale", rivista "La valutazione delle aziende", N. 9.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Il CAPM prevede che la componente relativa al premio per il rischio venga calcolata secondo la seguente formula:

$$r = (e - b) \times ß$$

dove:
- r = premio per il rischio
- e = rendimento espresso dal mercato azionario
- b = remunerazione per investimenti privi di rischio
- ß = coefficiente BETA

La differenza (e – b) individua il maggior rendimento di lungo periodo espresso dal mercato azionario di riferimento rispetto a quello degli investimenti privi di rischio, mentre il coefficiente BETA misura il differenziale di rischio attribuibile alla specifica azienda, e cioè il cosiddetto rischio non diversificabile.

PREMIO GENERICO PER L'INVESTIMENTO AZIONARIO

Come accennato, il premio generico per l'investimento azionario è rappresentato dal differenziale di rendimento mediamente richiesto dagli investitori rispetto al rendimento atteso di un investimento privo di rischio. [5]

L'approccio generalmente seguito è quello storico, consistente nel confronto, su estesi periodi di tempo, tra i rendimenti effettivi offerti dal mercato azionario e quelli offerti dai titoli privi di rischio.

La stima del premio generico per il rischio è avvenuta facendo riferimento alle indicazioni disponibili presso il sito web del Prof. Aswath Damodar*an* (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/), che individua il premio in questione, per il mercato italiano ed al netto della componente relativa al rischio paese, da ritenersi già compresa all'interno del rendimento espresso dai tioli di stato decennali, nella misura del 5,67%.

[5] Per le considerazioni che seguono, si veda Aswath Damodaran, "La stima del premio per il rischio", paper disponibile presso il sito Adamodar@stern.nyu.edu

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

COEFFICIENTE BETA

Nel CAPITAL ASSET PRICING MODEL il BETA medio di tutte le attività, ponderato per la capitalizzazione di mercato, è per definizione pari a 1. Il BETA stimato per una singola attività costituisce la misura del rischio che questa aggiunge ad un portafoglio perfettamente diversificato. [6]

Il BETA di un'attività viene stimato statisticamente con la regressione dei suoi rendimenti contro quelli di un indice rappresentativo del portafoglio di mercato, lungo un ragionevole arco temporale.

BETA superiori a 1 indicano un rischio superiore a quello di mercato e si traducono in un incremento del premio generico per il rischio; BETA inferiori a 1 indicano un rischio inferiore a quello di mercato e si traducono in una riduzione del premio generico per il rischio.

Il BETA di un'azienda è essenzialmente determinato dalle seguenti variabili:

- Settore di attività: poiché i BETA misurano il rischio di una specifica azienda in relazione ad un indice di mercato, più un business risulta sensibile alle condizioni di mercato e maggiore sarà il suo BETA. A parità di condizioni, aziende operanti in settori ciclici avranno BETA superiori rispetto a quelle non cicliche.
- Grado di leva operativa: definito come rapporto tra costi fissi e costi totali, determina, al suo incremento, un aumento della variabilità dei risultati operativi. A parità di condizioni, si avranno BETA superiori per le aziende caratterizzate da un'elevata leva operativa.
- Grado di leva finanziaria: elevati livelli di indebitamento si traducono in un incremento del grado di rischio, aumentando la variabilità dei risultati netti. A parità di condizioni, aziende caratterizzate da un alto grado di leva finanziaria avranno BETA più elevati.

La stima del BETA può avvenire nell'ipotesi di assenza di indebitamento (BETA UNLEVERED), oppure tenendo conto della struttura finanziaria aziendale (BETA LEVERED).

6 Per le considerazioni che seguono, si veda Aswath Damodaran, "La stima dei parametri di rischio", paper disponibile presso il sito Adamodar@stern.nyu.edu

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

La relazione che lega BETA LEVERED e BETA UNLEVERED è la seguente:

$$\beta L = \beta U + \beta U (1 - T) \times D/E$$

dove:

ß L	=	BETA LEVERED
ß U	=	BETA UNLEVERED
T	=	aliquota fiscale
D / E	=	grado di leva finanziaria

Il BETA azionario di un'azienda, stimato su basi statistiche storiche, rifletterà quindi non solo il suo rischio operativo, ma anche quello finanziario: di tale aspetto si dovrà tener conto qualora si faccia riferimento, nello stimare il BETA di una specifica società, a quelli di altre realtà comparabili, oppure qualora si operi con rapporti di indebitamento diversi da quelli in essere (struttura finanziaria obiettivo o struttura finanziaria ottimale).

Nel caso in esame, si è ritenuto opportuno fare riferimento alle informazioni disponibili presso il sito web del Prof. Aswath Damodaran (pages.stern.nyu.edu/~adamodar/). Il BETA UNLEVERED delle società europee appartenenti al settore "Utility (General)" viene considerato pari a 0,41.

E' ora necessario introdurre il tema del LEVERAGE caratterizzante la società oggetto di valutazione. Al fine della sua individuazione, si è tenuto conto della sua struttura finanziaria iniziale, rapportando la posizione finanziaria netta all'effettivo valore dell'Equity, rapporto effettuato attuando un processo iterativo di calcolo. Avremo quindi:

RICALCOLO COEFFICIENTE BETA LEVERED

Coefficiente Beta unlevered	0,41
Aliquota fiscale	24,00%
Rapporto Debt / Equity	0,43
Coefficiente Beta levered	**0,54**

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

PREMIO PER IL RISCHIO DIMENSIONALE

Il premio per il rischio dimensionale si basa sull'associazione di un rischio maggiore a tutte le società di piccola dimensione, e dunque di un più elevato costo dell'equity. La dimensione aziendale è infatti da sempre considerata uno dei principali elementi di rischio da tenere in considerazione.

Il modello del CAPM, nella sua tradizionale formulazione, non pare essere in grado di cogliere i rischi derivanti dalla limitata dimensione aziendale: al proposito, è bene ricordare come:

- i titoli a limitata capitalizzazione esprimano in genere coefficienti BETA nettamente inferiori rispetto a quelli caratterizzanti i titoli a larga capitalizzazione, [7] cosa che avviene essenzialmente in relazione alla illiquidità di tali titoli ed al ridotto volume di scambi che li caratterizza, il che si traduce nel rischio di errori nella stima del BETA e, dunque, in una sua possibile scarsa significatività;
- l'extrarendimento offerto dai titoli a ridotta capitalizzazione, sulla base di studi compiuti sui titoli quotati sul mercato statunitense, sia superiore a quello offerto dai titoli ad elevata capitalizzazione. [8]

Al fine di definire il premio per il rischio dimensionale, si sono assunti i seguenti riferimenti, ove la definizione del premio avviene in termini di extra – rendimento presentato dalle società di piccola dimensione:

- Premio CRSP Deciles Size: nel "2014 Valuation Handbook" l'extra-rendimento è stato calcolato, lungo l'arco temporale 1926 – 2013, nella misura dell'8,99%;
- Risk Premium Report: nel "2014 Valuation Handbook", le analisi Risk Premium Report, calcolate lungo l'arco temporale 1963 – 2013, individuano il size premium nella misura dell'8,50%;
- Per le imprese europee, analisi effettuate lungo il periodo 1990 – 2017 presentano un range di possibili premi "over CAPM" che vanno dal 9,4% sino a superare il 15%.

7 Luigi Guatri, Mauro Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Università Bocconi Editore, Biblioteca del Valore, pag. 364 e seg.

8 Luigi Guatri, Mauro Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", Egea, Università Bocconi Editore, Biblioteca del Valore, pag. 321 e seg.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Tenuto conto delle caratteristiche complessive dell'impresa in esame, si è ritenuto opportuno determinare il premio per il rischio dimensionale nella misura dell'11,00%.

TASSO DI REMUNERAZIONE DEL DEBITO

Per quanto riguarda il tasso di remunerazione dell'indebitamento finanziario netto, questo può essere definito sia sulla base di informazioni storiche (condizioni negoziate in passato per i finanziamenti in essere), sia con riferimento alle condizioni alle quali la società oggetto di stima risulta attualmente in grado di negoziare il proprio debito. In quest'ultimo caso, il costo dell'indebitamento finanziario deriverebbe quindi dall'andamento dei mercati al momento della stima, tenuto conto delle specifiche condizioni societarie in termini di affidabilità complessiva.

Come già si è avuto modo di sottolineare, il costo del debito deve essere rettificato al fine di tener conto dell'effetto derivante dalla sua deducibilità ai fini fiscali.

Tenuto conto del complesso di informazioni disponibili, ai fini della presente stima si è ritenuto opportuno determinare il tasso di remunerazione del debito nella misura del 3%.

ALIQUOTA DI DEDUCIBILITÀ FISCALE DEGLI ONERI FINANZIARI

L'effetto derivante dalla deducibilità fiscale degli oneri finanziari viene gestito, secondo il metodo valutativo previsto dal WACC, mediante tassi di remunerazione del debito al netto dell'effetto fiscale. A tale fine, l'aliquota d'imposta è stata considerata pari al 24%.

STRUTTURA FINANZIARIA

Il tema relativo alla struttura finanziaria aziendale influisce nella determinazione del WACC mediante la ponderazione del costo dei mezzi propri (K_E) e del costo dell'indebitamento (K_D).

Il rapporto DEBT / EQUITY può essere determinato facendo riferimento ad una pluralità di variabili:

- struttura finanziaria attuale dell'azienda oggetto di stima;
- struttura finanziaria lungo l'arco di previsione analitica dei flussi;
- struttura finanziaria media di settore;
- struttura finanziaria "ottimale";

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

- struttura finanziaria "obiettivo" dell'azienda nel lungo periodo, spesso coincidente con il concetto di "struttura finanziaria ottimale".

In relazione a quanto già si è esposto in sede di determinazione del coefficiente BETA, al fine della definizione del rapporto DEBT / EQUITY, si è tenuto conto della struttura finanziaria iniziale, rapportando la posizione finanziaria netta all'effettivo valore dell'Equity, rapporto effettuato attuando un processo iterativo di calcolo.

Il rapporto DEBT / EQUITY è stato quindi definito pari a circa 0,43; nel contesto della ponderazione da effettuare tra le rispettive fonti di finanziamento in sede di determinazione del WACC, i mezzi propri risultano quindi pari al 70% circa, mentre i debiti finanziari risultano pari al 30% circa.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

DETERMINAZIONE DEL WACC: SINTESI DEI RISULTATI OTTENUTI

Sulla base di quanto in precedenza esposto, il costo medio ponderato del capitale (WACC), utilizzato quale tasso di attualizzazione dei flussi di cassa attesi, è stato stimato pari all' 11,24% circa.

Nella tabella che segue viene analiticamente evidenziato il processo di calcolo che ha condotto a tale stima:

CALCOLO DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE (WACC)

Costo dei mezzi propri	**$K_E = b + (p \times ß)$**		**15,08%**
Tasso di rendimento per impieghi privi di rischio		b	2,00%
Premio generico per il rischio di mercato		p	5,67%
Coefficiente Beta		ß	0,54
Maggiorazione per ridotta dimensione aziendale		d	10,00%
Premio specifico per il rischio d'impresa		(p x ß + d)	13,08%
Costo del debito	**$K_D = O_f \cdot (1 - t)$**		**2,28%**
Tasso interesse su debiti finanziari		O_F	3,00%
Aliquota deducibilità fiscale		T	24,00%
Struttura dei mezzi propri			
Mezzi propri		P_E	69,98%
Debiti finanziari		P_D	30,02%
Rapporto Debt / Equity		D / E	0,43
Tasso di attualizzazione		**WACC**	**11,24%**
di cui: componente relativa ai mezzi propri		$K_E \times P_E$	10,55%
componente relativa al debito		$K_D \times (1-T) P_D$	0,68%

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

VALORE DEI FLUSSI DI CASSA PREVISTI IN MODO ANALITICO

Il valore attribuibile ai flussi di cassa previsti in modo analitico viene determinato nella seguente tabella:

Dati espressi in migliaia di Euro

VALORE DEI FLUSSI DI CASSA PREVISTI IN MODO ANALITICO

		FCF	Coeff. Attual.	NPV FCF
Tasso di attualizzazione	**11,24%**			
Free Cash Flow esercizio 30 giugno 2020		345	0,8990	**311**
Free Cash Flow esercizio 30 giugno 2021		386	0,8081	**312**
Free Cash Flow esercizio 30 giugno 2022		410	0,7265	**298**
Free Cash Flow esercizio 30 giugno 2023		367	0,6531	**240**
Free Cash Flow esercizio 30 giugno 2024		232	0,5871	**136**
Free Cash Flow esercizio 30 giugno 2025		362	0,5278	**191**
Totale FCF previsti in modo analitico		**2.101**		**1.486**

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

VALORE TERMINALE

Il calcolo del TERMINAL VALUE viene esposto nella tabella che segue

Dati espressi in migliaia di Euro

DETERMINAZIONE DEL VALORE TERMINALE

Flusso di cassa operativo base 2015		FCF_{2015}	258
Tasso annuo di crescita dei flussi di cassa		g	0,00%
Flusso di cassa operativo per Terminal Value		FCF_{2015+1}	258
Variazione working capital	0	0,00%	0,0
Flusso di cassa atteso			**258**
Costo del capitale		WACC	11,24%
Tasso di capitalizzazione		**WACC - g**	**11,24%**
Valore terminale ("nominale")			**2.300**
Coefficiente attualizzazione valore terminale			0,5278
Valore terminale ("attualizzato")			**1.214**

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ PROVANA CALORE SRL

Il valore complessivo attribuibile al 100% del capitale azionario della società **PROVANA CALORE SRL**, sulla base di quanto in precedenza esposto in ordine al valore attribuibile ai flussi di cassa oggetto di previsione analitica ed al valore terminale, viene così determinato:

Dati espressi in migliaia di Euro

VALUTAZIONE DELLA SOCIETA'

	Valore	% su Equity	% su EV
Flussi di cassa analiticamente previsti	1.486	85,3%	55,0%
Valore terminale	1.214	69,7%	45,0%
Enterprise Value	**2.700**	**155,0%**	**100,0%**
Posizione finanziaria netta iniziale	(747)	-42,9%	
Altri debiti verso la società controllante	(211)	-12,1%	
Valutazione della società (Equity)	**1.742**	**100,0%**	

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ PROVANA CALORE SRL - ANALISI DI SENSITIVITÀ

Al fine di definire un range all'interno del quale situare il valore attribuibile alla società **PROVANA CALORE SRL**, si è proceduto ad effettuare un'analisi di sensitività riguardo ai parametri che, fermo restando il presupposto del concreto realizzarsi del piano economico – finanziario, maggiormente influenzano il risultato finale, costituiti da:

- tasso di attualizzazione (WACC: costo medio ponderato del capitale);
- entità degli investimenti strutturali da considerare in sede di determinazione del Terminal Value.

I risultati delle analisi effettuate vengono esposti nella seguente tabella:

Dati espressi in migliaia di €

VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' - ANALISI DI SENSITIVITA'

		Inv T_1 63	Inv T_2 77	Inv T_3 90	Inv T_4 104	Inv T_5 117
$WACC_1$	10,24%	2.083	2.030	1.977	1.924	1.871
$WACC_2$	10,74%	1.952	1.903	1.854	1.805	1.756
$WACC_3$	11,24%	1.833	1.787	1.742	1.696	1.651
$WACC_4$	11,74%	1.724	1.681	1.639	1.596	1.554
$WACC_5$	12,24%	1.623	1.583	1.544	1.504	1.464

La logica dell'analisi di sensitività effettuata consiste nel seguire gli effetti derivanti da variazioni dello stesso segno riguardo al WACC e riguardo all'entità degli investimenti strutturali da considerare in sede di determinazione del TERMINAL VALUE. In particolare, il WACC è stato sottoposto a variazioni di volta in volta pari all' 1% rispetto al valore centrale; per quanto riguarda l'entità degli investimenti strutturali da considerare in sede di determinazione del TERMINAL VALUE, tali variazioni sono state determinate nella misura del 15%.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

In conclusione, il complesso delle indicazioni derivanti dall'applicazione del metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa, adottato nella presente relazione di stima come metodo di valutazione principale, porta ad individuare il valore attribuibile al 100% del capitale azionario della società **PROVANA CALORE SRL** in un importo pari a circa 1,742 milioni di Euro. Il range di valutazione, costruito intorno a tale valore centrale, risulta caratterizzato da un minimo pari a circa 1,623 milioni di Euro e da un massimo pari a circa 1,871 milioni di Euro.

Le variazioni percentuali delle valutazioni effettuate in sede di analisi di sensitività rispetto al valore centrale vengono esposte nella seguente tabella:

VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' - IMPATTO % ANALISI DI SENSITIVITA'

		Inv T_1 63	Inv T_2 77	Inv T_3 90	Inv T_4 104	Inv T_5 117
WACC 1	10,24%	19,6%	16,5%	13,5%	10,5%	7,4%
WACC 2	10,74%	12,1%	9,3%	6,4%	3,6%	0,8%
WACC 3	11,24%	5,2%	2,6%	0,0%	-2,6%	-5,2%
WACC 4	11,74%	-1,0%	-3,5%	-5,9%	-8,4%	-10,8%
WACC 5	12,24%	-6,8%	-9,1%	-11,4%	-13,6%	-15,9%

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

Valutazione Provana Calore Srl
Metodo di confronto – Multipli

Tra le tecniche di valutazione d'azienda basate sui multipli, assumono particolare rilevanza, per la diffusione raggiunta nella prassi professionale, quelle basate sull'analisi dei multipli relativi a EBITDA ed EBIT, alle quali possono aggiungersi quelle basate sull'analisi dei multipli del risultato netto.

In questa sede, verranno esaminati i valori assunti dai multipli in questione in relazione alle valutazioni alle quali si è giunti in sede di applicazione del metodo principale di stima.

DETERMINAZIONE DEI PARAMETRI DI RIFERIMENTO

Il parametro di riferimento al quale correlare EBITDA ed EBIT al fine del calcolo dei relativi multipli è costituito dall' ENTERPRISE VALUE, volto ad esprimere il valore aziendale quale sommatoria di quello attribuito ai mezzi propri e di quello relativo alla posizione finanziaria netta.

Il valore dell'ENTERPRISE VALUE è stato mantenuto costante, facendo riferimento, per quanto riguarda l'EQUITY, al valore centrale ottenuto in sede di applicazione del metodo del Discounted Cash Flow. La posizione finanziaria netta è riferita al valore complessivo al 30 giugno 2019, comprendente gli altri debiti verso la società controllante.

Per quanto riguarda invece il risultato netto, il termine di confronto è rappresentato dal solo valore dell'EQUITY, assunto pari al valore centrale ottenuto in sede di applicazione del metodo del Discounted Cash Flow.

IPer quanto riguarda EBITDA, EBIT e risultato netto, si è ritenuto opportuno fare riferimento ai risultati conseguiti nel bilancio al 30 giugno 2019 e a quelli previsti per il primo esercizio di Piano.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

CALCOLO DEI MULTIPLI

Sulla base delle indicazioni in precedenza espresse, è possibile giungere al calcolo dei multipli, relativi a EBITDA, EBIT e risultato netto, impliciti nelle valutazioni effettuate con il criterio principale di stima.

Dati espressi in migliaia di Euro

MULTIPLI IMPLICITI NELLA VALUTAZIONE EFFETTUATA

	2019	2020	Media
Equity Value	**1.742**	**1.742**	**1.742**
Posizione finanziaria netta complessiva	959	959	959
Enterprise Value	**2.700**	**2.700**	**2.700**
EBITDA	523	558	541
Enterprise Value	2.700	2.700	2.700
Multiplo EBITDA	**5,2**	**4,8**	**5,0**
EBIT	185	206	196
Enterprise Value	2.700	2.700	2.700
Multiplo EBIT	**14,6**	**13,1**	**13,8**
Risultato netto	157	127	142
Equity Value	1.742	1.742	1.742
Multiplo Utili (Price / Earning)	**11,1**	**13,7**	**12,3**

Il valore assunto dai multipli utilizzati nella presente analisi risulta tale da fornire una sostanziale conferma della congruità delle valutazioni alle quali si è pervenuti in sede di applicazione del criterio principale di stima.

COMUNE DI LEINI - Prot 0016562 del 03/09/2020 Tit IV Cl 3 Fasc

IMPOSTA DI BOLLO ASSOLTA IN MODO VIRTUALE
Prot. n. 2019/28508/17
del 22/06/2010

Repertorio numero 13092

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemiladiciannove, il giorno venticinque del mese di novembre

(25 novembre 2019)

in Torino, nel mio studio in corso Duca degli Abruzzi 18.

Innanzi a me dottor Alessandro STEFANI, Notaio con residenza in Torino, iscritto presso il Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Torino e Pinerolo,

è presente:

- **MARTINO Franco,** nato a Torino il giorno 1 febbraio 1961 e residente in Torino, via Monte Ortigara 99/B, codice fiscale MRT FNC 61B01 L219A, di cittadinanza italiana;

comparente, della cui identità personale io Notaio sono certo, che mi chiede di asseverare con giuramento la perizia che precede, redatta su numero 46 (quarantasei) fogli.

Io Notaio ammonisco ai sensi di legge il comparente che quindi presta giuramento come segue:

"Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle operazioni affidatemi al solo scopo di far conoscere la verità."

Quindi detta perizia viene vidimata dal comparente e da me Notaio.

Richiesto io Notaio ho ricevuto il presente atto che ho letto alla parte, la quale da me interpellata lo dichiara pienamente conforme alla sua volontà ed in conferma con me lo sottoscrive.

Scritto a mano e a macchina da me e da persona di mia fiducia su un foglio, per una pagina fin qui.